Центр Социально-Экономических Исследований

Адрес: ул. Багателя 14,
00-585, Варшава, Польша
Тел.: (48 22) 628-0912
Факс: (48 22) 628-6581
E-Mail: case@case.com.pl
mmark@hiid.kiev.ua

Гарвардский Институт Международного Развития

Адрес: Крещатик 10 Б,
Киев, Украина, 252001
Тел.: (044) 228-8660, 228-1349
Факс: (044) 228-1349
E-Mail: hiid@hiid.kiev.ua

Причины финансового кризиса в Украине и возможные методы его преодоления

Варшава – Киев,

5 октября 1998 г.

Марек Домбровски
Павел Ковалев
Вадим Лепетюк
Малгожата Маркевич

1. Фундаментальные причины кризиса в России и Украине.

Фундаментальные причины обвальной девальвации российского рубля и украинской гривны за последние полтора месяца идентичны – долговременный бюджетный кризис и замедление структурных и системных реформ в обеих странах. В политической плоскости это означает отсутствие достаточной политической воли как законодательной, так и исполнительной ветвей власти для принятия необходимых решений, касающихся сокращения финансовых обязательств государства и укрепления налоговой базы, а также снятия различных бюрократических ограничений для предпринимательской активности, что не позволяло реальной сфере экономики вернуться на путь экономического роста. Отсутствие экономического роста стало дополнительным фактором обострения фискального кризиса.

При отсутствии бюджетной сбалансированности, жесткая денежная политика могла улучшить положение только на определенное, относительно недолгое время. С начала 1995 года в России и с конца 1995 года в Украине произошло переключение финансирования бюджетного дефицита с эмиссионного кредитования центральным банком на привлечение частных заимствований на внутреннем рынке казначейских обязательств - выпуск государственных казначейских облигаций (ГКО) и облигаций федерального займа (ОФЗ) в России, облигаций внутреннего государственного займа (ОВГЗ) в Украине. Эта политика позволила замедлить темпы роста денежной базы, стабилизировать курс национальных валют, снизить инфляцию (в Украине эффективнее, чем в России) и задержать падение ВВП. Однако такая политика имела один серьезный недостаток: она не устраняла фундаментальных причин макроэкономической несбалансированности, а лишь предоставляла определенную «передышку» правительствам и парламентам обеих стран. Они могли теперь проводить необходимые фискальные и структурные реформы, продолжать интенсивную приватизацию и т.п. в условиях относительной макроэкономической стабильности. Однако период передышки оказался коротким, и не был использован для проведения необходимых реформ.

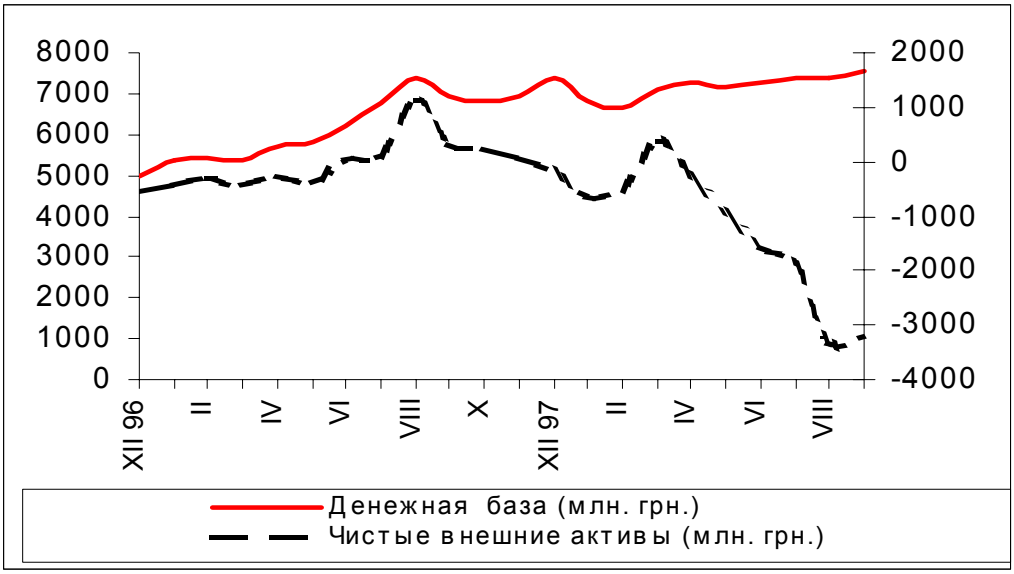
В условиях низкого уровня монетизации обеих экономик и недостаточного развития финансового рынка быстро исчерпались возможности наращивания внутреннего долга. Уже во второй половине 1996 года, как в России, так и в Украине этот источник финансирования фактически утратил значение. В дальнейшем появилась новая возможность – заинтересованность нерезидентов покупкой казначейских обязательств. В условиях эйфории на «возникающих рынках», Россия и Украина могли привлечь финансовый капитал на относительно хороших условиях. В первой половине 1997 года ставки доходности по казначейским обязательствам быстро снижались. Однако эйфория оказалась кратковременной. Инвесторы очень быстро осознали хрупкость макроэкономических основ России и Украины. Серия кризисов в азиатских странах сыграла роль дополнительного фактора снижения общего доверия к «возникающим рынкам». С ноября 1997 года начался массированный отток капитала за рубеж, сначала только нерезидентов, а затем и резидентов, что повлекло за собой весьма неприятные последствия – трудности с финансированием бюджетного дефицита и переразмещением (ролированием) старого долга, а также быстрое сокращение валютных резервов. Растущее сомнение участников финансового рынка в возможностях страны расплатиться со своими долгами привело к резкому увеличению ставок доходности казначейских векселей и процентных ставок на финансовом рынке, что еще больше усложнило положение бюджета.

Быстрое снижение валютных резервов начало подрывать доверие к стабильности национальной валюты, что дополнительно стимулировало отход от рубля/гривны к доллару у резидентов. При этом необходимо отметить, что как в России, так и в Украине, денежная политика, фактически, оказалась не настолько жесткой, чтобы предотвратить обвальную девальвацию. Во время притока капитала и роста валютных резервов, ЦБР и НБУ фактически не стерилизовали рост денежной базы сокращением чистых внутренних активов. Отношение

валютных резервов к денежной базе оставалось низким, не обеспечивая достаточной поддержки национальной валюты в случае спекулятивной атаки.

В условиях оттока валютных резервов, центральные банки начали пополнять денежную базу дополнительным внутренним кредитом. Таким образом, например, НБУ практически возобновил широкомасштабное финансирование бюджетного дефицита путем покупки ОВГЗ на первичном рынке (см. График 1). Следует заметить, что у НБУ не было выбора, поскольку отказ ролировать ОВГЗ привел бы к дефолту правительства, однако факты остаются фактами – обвинять правительство в чрезмерно жесткой денежной политике невозможно по той простой причине, что политика правительства не была достаточно жесткой. С конца 1997 года денежная политика фактически оставалась заложницей фискальной несбалансированности.

График 1. Соотношение чистых внешних активов (чистых валютных резервов) НБУ и денежной базы.



2. Отличия украинской и российской ситуации.

Несмотря на сходство фундаментальных причин девальвационного кризиса, украинская ситуация оказалась несколько менее драматичной, чем российская. В чем заключается разница? Она касается как докризисной ситуации, так и самого процесса управления кризисом.

На первом этапе кризиса Россия оказалась более уязвимой, чем Украина, поскольку:

1. Уровень накопленного государственного долга в России был выше, чем в Украине. Это результат унаследования Россией долгов бывшего СССР, а также более раннего запуска рынка казначейских обязательств, что при сохранении высокого уровня бюджетного дефицита ускорило продвижение России в ловушку задолженности.
2. Фундаментальные проблемы усиления фискальной дисциплины в обеих странах осложняются в России федеративным устройством государства.
3. Структура российской внешней торговли отличается от украинской. Россия понесла значительные убытки из-за падения мировых цен на нефть, природный газ и другие первичные ресурсы. Украине, фактически, были выгодны эти изменения в ценах. С другой стороны, из-за более сильной зависимости потребительского рынка России от импорта, девальвация в России влечет за собой более серьезные инфляционные последствия, чем в Украине.

4. Украина получила «премию» за промедление с реформой финансового сектора. Украинские банки, в отличие от крупнейших российских банков, не смогли заимствовать на международном рынке и не успели войти в крупномасштабные операции на деривативах. Их валютные позиции оказались более сбалансированными и, тем самым, менее уязвимыми по отношению к девальвации. Таким образом, кризис в России обострялся не только за счет несбалансированности бюджета, но и за счет хрупкого финансового положения банков.
5. Недостаточное развитие фондового рынка «помогло» Украине избежать дополнительного оттока капитала.
6. В Украине отсутствуют сильные структуры финансовой олигархии. В России же государство и вся экономика страны, фактически, оказались заложниками таких структур.
7. Несмотря на существенные недостатки фискальной политики, с начала нынешнего года в Украине удалось достигнуть определенного снижения бюджетного дефицита (в России он по-прежнему оставался высоким).

После 15 августа 1998 г. в процессе управления кризисом в обеих странах также наблюдались серьезные отличия:

1. Украина не объявила формального дефолта в отношении ОВГЗ, а печальный опыт России помог «убедить» инвесторов в необходимости добровольной конверсии задолженности.
2. НБУ и правительство Украины избежали принятия резких решений в отношении коммерческих банков; такие решения в России лишь усилили панику. С другой стороны, НБУ продемонстрировал способность принимать необходимые оздоровительные меры в банковском секторе.
3. В России финансовый кризис очень быстро превратился в правительственный кризис, который усилил панику на валютном и финансовом рынке. Украина пока избежала серьезного политического противостояния.

В результате, хотя Украина двигается по той же спирали кризиса, что и Россия, однако это движение в Украине намного медленнее, чем в России; у нас еще есть шанс его задержать, ограничив масштабы возможного роста инфляции и падения ВВП. Однако это зависит от скорости принятия антикризисного пакета и последовательности мер, заложенных в этом пакете.

3. Возможные варианты развития макроэкономической ситуации.

Прогнозирование развития макроэкономических событий в условиях уже начавшегося финансового кризиса не является простой задачей, поскольку текущая ситуация быстро меняется, и огромную роль в ней играют чисто психологические факторы. Однако мы попытаемся рассмотреть два возможных сценария развития макроэкономической ситуации (пессимистический и оптимистический), построенных исходя из различных предположений о разной скорости принятия антикризисных мер.

В обоих сценариях приняты одинаковые основные предпосылки, касающиеся бюджетной и денежной политики:

<u>Финансирование дефицита.</u>

1. Отсутствует доступ к частным источникам внешнего финансирования.

2. Нет внутреннего финансирования в виде ОВГЗ или подобных ценных бумаг.

3. Чистое финансирование по кредитам международных финансовых организаций (Всемирный банк, Европейское Сообщество) отрицательное или, в лучшем случае, равно нулю.

4. Таким образом, ненулевой дефицит бюджета означает финансирование за счет кредитования НБУ.

Денежная база и резервы.

1. Продолжение финансирования правительства через НБУ, при невозможности дальнейшего сокращения валютных резервов, приведет к увеличению денежной базы. Если предположить отсутствие такого финансирования, то увеличение денежной базы возможно только за счет пополнения резервов, вероятно за счет перевода части валютных активов предприятий и населения в гривну.

2. Даже при самых благоприятных условиях, валютные резервы НБУ не увеличатся за счет внешних займов. В лучшем случае, полученные кредиты будут достаточны лишь для того, чтобы расплатиться по прежним заимствованиям.

Варианты отличаются друг от друга скоростью принятия антикризисных мер и масштабами фискальной адаптации. Надо при этом отметить, что пессимистический вариант может оказаться на практике более разрушительным, чем в наших расчетах. Дальнейшие сползание в спираль кризиса может запустить дополнительные факторы политического и психологического характера (учитывая опыт России), которые не учтены в нашей модели. Так, например, скорость денежного обращения (уход от гривны) может оказаться выше, чем мы предположили; могут резко сократиться бюджетные доходы (игра налогоплательщиков на обесценивание своих обязательств государству), вырасти дополнительно расходы (индексация); нельзя исключить также банковский кризис.

Вариант 1 (пессимистический).

Постепенное сползание Украины в кризис. Сценарий, в котором ряд мер, необходимых для «перелома» кризисной ситуации, не принимается. В первую очередь это касается быстрого фискального приспособления, т.е. достижения нулевого дефицита и даже суфицита на протяжении всего периода.

Основные характеристики варианта:

- Дефицит бюджета 2,5% в 1998 году, 1-2% в 1999 году. В условиях отсутствия внешнего и внутреннего финансирования, дефицит бюджета покрывается за счет кредитования правительства со стороны НБУ.

- Финансирование дефицита за счет НБУ приводит к увеличению чистых внутренних активов. Отсутствие возможности дальнейшей стерилизации за счет уменьшения резервов в совокупности с увеличением чистых внутренних активов НБУ вызывает увеличение денежной базы, что через монетарные механизмы приведет к скачку инфляции. Одновременно будет возрастать недоверие к гривне, увеличатся также инфляционные ожидания.

- Продолжающаяся девальвация гривны и инфляционные ожидания населения вызывают стремительный отход от национальной валюты, увеличение скорости обращения денег (падение уровня монетизации), раскручивание спирали инфляции (вариант России).

- Происходит дальнейшее сжатие реального сектора, падение реального ВВП. Это вызвано кризисом финансовой системы, отсутствием возможности нормального функционирования предприятий в условиях административного давления (в частности на экспортеров и импортеров), отсутствием инвестиций. Сокращается частное потребление в результате падения реальных доходов населения.

Возможные траектории макроэкономических показателей (вариант 1).

Параметр	*1998*	*1999*
Дефицит бюджета, %ВВП	*2,5*	*1-2*
Обменный курс грн/$, конец периода	*4,5-6,0*	*6,0-9,0*
Инфляция ИПЦ, декабрь к декабрю	*45%*	*60-100%*
Рост денежной базы	*10%*	*20%*
Уровень монетизации	*10%*	*8%*
Изменение реального ВВП	*-2,5%*	*-3%*

Вариант 2 (оптимистический).

Вариант основан на предпосылке быстрого принятия мер («антикризисной программы»), способных привести к «перелому» ситуации. Эти меры должны быть направлены на сдерживание дальнейшего роста денежной базы, курса и инфляции в условиях возврата к равновесному обменному курсу (смотри ниже).

Ключевым условием достижения стабилизации курса, а также мерой среднесрочного характера должно стать ***жесткое бюджетное приспособление*** и ***осуществление структурных изменений***. Пенсионная реформа, реформа системы социальной защиты, ускоренная приватизация призваны разгрузить бюджет от непомерных расходов.

Основные характеристики варианта:

- Фискальное сбалансирование бюджета. При нулевых размерах финансирования дефицита из внешних и внутренних источников необходимым является переход к текущему нулевому дефициту, чтобы избежать эмиссионного финансирования кредитом НБУ. Тогда денежная база будет увеличиваться более медленными темпами, чем в предыдущем сценарии. Ограничение роста денежной базы и жесткая политика относительно поддержки ликвидности банковской системы могут сдержать рост обменного курса и инфляцию, одновременно стимулируя восстановление спроса на национальную валюту.

- Достигнутая стабилизация должна вернуть доверие к гривне, что в среднесрочной перспективе обеспечит перевод имеющихся валютных активов различных экономических агентов в гривну. Это поднимет предложение валюты и позволит НБУ пополнить свои валютные резервы.

- Таким образом, после объявления адекватной антикризисной программы и под влиянием других сдерживающих факторов, возможна стабилизация курса на уровне 3,5-4 грн/$ на конец 1998.

Возможные траектории макроэкономических показателей (вариант 2).

Параметр	*1998*	*1999*
Дефицит бюджета, %ВВП	*2,0*	*0*
Обменный курс грн/$, конец периода	*3,5-4,0*	*4,0-4,5*
Инфляция ИПЦ, декабрь к декабрю	*30%*	*10-15%*
Рост денежной базы	*5%*	*10%*
Уровень монетизации	*13%*	*13%*
Изменение реального ВВП	*-1,5%*	*-1,0%*

4. Краткосрочные антикризисные меры

Среди краткосрочных мер (в перспективе нескольких недель), которые могут приостановить дальнейшее углубление финансового кризиса, необходимо назвать действия в области нормализации валютного рынка, доведения до конца конверсии задолженности по ОВГЗ, скорейший переход к бездефицитному бюджету (приостановление дальнейшего накапливания бюджетного дефицита с четвертого квартала нынешнего года) и запуск широкомасштабной денежной приватизации.

Самой неотложной мерой является возврат к свободной текущей конвертируемости гривны, т.е. отмена административных ограничений на валютном рынке, введенных в начале сентября. Чтобы избежать очередного «скачка» курса гривны во время отмены ограничений, рекомендуется проведение Национальным банком Украины мер по краткосрочному «сжатию» ликвидности банковской системы. Это можно осуществить путем ужесточения нормативов резервирования, наблюдения за их последовательным исполнением, проведения депозитных аукционов и др. Одновременно необходимо усилить надзор за «слабыми» банками, с возможным применением к ним процедуры банкротства.

Такие меры должны позволить снять те административные ограничения валютного рынка, которые в настоящий момент мешают его нормальному функционированию. Отсутствие реального обменного курса лишает субъектов рынка информации о существующих тенденциях, а государство – рыночных рычагов управления ими. Таким образом, необходима либерализация текущих торговых операций, упразднение фактически действующего ныне тендерного комитета в НБУ, отмена обязательной продажи валютной выручки, отмена ограничений по репатриации доходов нерезидентов. Без этого, при нынешней системе регулирования, нельзя успокоить валютный рынок, а обменный курс невозможно заставить вернуться к рыночному равновесию.

Запуск денежной приватизации содействовал бы достижению одновременно несколько целей – продвижению процесса структурных реформ, пополнению бюджета выручкой от приватизации, пополнению валютных резервов НБУ (в случае участия иностранных инвесторов) и, по крайней мере, частичному возобновлению доверия к экономической политике Украины.

5. Среднесрочная программа.

Как показывают наши расчеты, условием преодоления финансового кризиса является бездефицитный бюджет в кратко- и среднесрочной перспективе. Для достижения такого уровня бюджета недостаточны чисто механические меры по секвестрации бюджетных расходов (так как они приводят к наращиванию бюджетной задолженности и падению общей финансовой дисциплины), или по мобилизации сбора налогов. Необходимо системное сокращение

финансовых обязательств государства, в том числе в социальной сфере. А это требует быстрого проведения пенсионной реформы. Необходимо повышение пенсионного возраста, ограничение права досрочного выхода на пенсию, отмена других отраслевых и профессиональных привилегий, сокращение числа пенсий по инвалидности, ограничение размера пенсии работающих пенсионеров, ограничение размера и количества персональных пенсий. Что касается других социальных пособий, то следует ужесточить принцип их адресности. Необходимо отменить так называемые социальные льготы, т.е. право на бесплатное или льготное приобретение ряда товаров и услуг. Реформа бюджетной сферы должна включать сокращение сети учреждений здравоохранения, образования, культуры, частичные введение платных услуг, а также механизма конкуренции в предоставлении услуг этих отраслей.

Снятие ряда политических ограничений на проведение приватизации должно способствовать ускорению структурной перестройки украинской экономики, привлечению иностранного капитала, а также пополнить бюджет дополнительными средствами. Вместе с широкомасштабной дерегуляцией и налоговой реформой, это должно дать толчок к развитию частного бизнеса и помочь Украине вернуться на путь экономического роста.

Подробности предлагаемой налоговой реформы и дерегуляции изложены в регулярных меморандумах, выпускаемых CASE и HIID.

В отличие от предыдущих предложений, пакет реформ должен также включать меры по восстановлению доверия к национальной валюте и обеспечению ее стабильности в долгосрочной перспективе. Опыт нынешнего кризиса диктует такие решения, которые смогли бы обеспечить полную независимость денежной политики от политического давления. Поэтому мы предлагаем введение системы *currency board*, которая означает режим стопроцентного резервирования национальной валюты при жестком обменном курсе к избранной иностранной валюте (на практике это может быть или доллар США, или ЕВРО), зафиксированном в соответствующем законе. В режиме *currency board* денежная база должна иметь 100% покрытие чистыми валютными резервами центрального банка. Центральному банку запрещено предоставлять кредиты как правительству так и коммерческим банкам в любой форме. Он не может проводить операции открытого рынка. Процентные ставки определяются исключительно на рынке. Смысл режима *currency board* заключается в отмене возможности политического давления на денежную политику, что должно повысить доверие населения и предпринимателей к национальной валюте. В такой ситуации она является полным эквивалентом конвертируемой валюты (доллара или ЕВРО). Опыт Аргентины, Эстонии, Литвы и Болгарии показывает, что *currency board* позволяет быстро снизить инфляцию, помочь усилить фискальную дисциплину, вернуть доверие к национальной валюте и создать условия для экономического роста.

Для успешного внедрения системы *currency board* необходимо не только накопить достаточные валютные резервы (которых в настоящее время не хватает), но и обеспечить отсутствие дефицита бюджета и принятие программы санации банковской системы. Это означает, что внедрение новой системы возможно не раньше средины следующего года.